

재무곤경, 파산과 주거래은행관계

남수현*

<요 약>

본 연구는 우리나라 주거래은행이 거래기업의 재무곤경감소나 채무조정방법의 선택에 어떤 영향을 미치는가를 검증해 보기 위한 것이다. 만성적 재무곤경상태에 빠져 있는 52개의 상장기업을 대상으로 7년간의 누적투자율이나 매출액증가율 및 이익증가율을 조사해 본 결과 주거래은행관계의 척도라 할 수 있는 최대대출비율이나 주식소유 비율이 누적투자율이나 누적매출액증가율에 거의 영향을 미치지 못하는 것으로 드러났다. 그러나 대그룹소속기업들은 재무곤경기간에도 지속적인 투자나 매출액증대를 보여 그룹간의 내부금융이나 신뢰성이 중요한 역할을 하는 것으로 보여진다. 한편 재무곤경비용의 감소를 누적이익증가율이라고 간주한 경우는 주거래은행의 주식보유비율이 누적이익증가율에 (-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 부도공시기업의 검증결과와도 일치한다. 주거래은행관계의 유효성은 채무조정방법의 선택에서 잘 나타난다. 최대대출비율과 금융기관의 주식소유비율이 높은 기업일수록 사적협상에 성공할 확률이 높은 것으로 나타나 주거래은행을 위시한 주요 채권단들이 채무조정을 주도적으로 이끌어 워크아웃을 성공시킬 가능성이 높으며, 기업자체의 성장성이나 경영지배권 등의 소유구조는 그리 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

I. 서론

은행과 기업간의 장기적이고 고정적인 거래관계는 상호신뢰 및 정보의 축적을 통하여 거래비용을 낮추고 정보불균형으로 인한 대리문제를 완화시킨다고 보고 있다. 특히 일본의 주거래은행 (main bank)의 경우 거래기업과의 상호주식보유, 최대융자, 거래기업의 금융계좌 집중등의 방법을 통해 일종의 준내부조직을 형성함으로써 기업과 은행사이의 정보불균형을 해소하고 기업감시활동을 효율적으로 수행할 수 있다.

* 동의대학교 상경대학 경영학부 부교수

** 본 논문은 1997년도 한국학술진흥재단 교수해외파견연구비 지원으로 작성되었음

*** 유익한 논평을 해주신 익명의 두 분 심사위원께 감사드립니다.

Diamond(1984)가 지적한 바와 같이 금융기관의 존립요건인 정보생산의 경제성이 은행을 통한 위임된 감시기능(delegated monitoring)에 있다면 주거래은행을 통한 감시기능은 자본시장을 통한 감시기능보다 효율적일 수 있고 이러한 효율적 감시기능은 장기적으로 기업성과를 증대시킬 수 있다.¹⁾

주거래은행관계의 유효성은 기업이 재무곤경(financial distress)에 빠졌을 때 특히 두드러지게 나타난다. 평소 은행과 기업은 암묵적계약에 의해 각자의 수익변동위험을 보험형식으로 상호분담하고 있으므로, 기업이 재무곤경에 빠졌다면 주거래 은행은 즉각 기존 부채의 상환유예, 이자감면, 긴급자금공급등의 조치를 취하여 재무곤경에서 빠져 나올수 있도록 노력하며, 상황이 보다 심각한 경우에는 은행전문가를 포함하는 임원을 파견하여 기존경영진의 교체, 자산매각, 조직개편, 인수·합병등 대대적인 합리화 조치를 취하게 된다. 이러한 주거래은행의 신뢰성 있고 지속적 노력은 직·간접적인 재무곤경비용을 감소시키고 지속적인 영업활동의 수행을 가능케 한다. 그러나 주거래은행의 노력에도 불구하고 기업이 재무곤경상태를 벗어나지 못하거나 더욱 악화될 경우에는 사적교섭(private negotiation)이나 파산신청등의 방법을 이용하여 채무조정(debt restructuring)에 나설 수밖에 없고 이를 통한 기업갱생이 불가능한 경우에는 결국 청산(liquidation)되게 된다.

본고에서는 우리나라 기업들이 재무곤경에 직면한 경우 주거래은행관계가 위험분담과 재무곤경비용감소에 얼마나 기여하고 있는지를 검증해 볼 것이며, 재무곤경의 해결방법으로서 채택하고 있는 workout 이나 화의, 법정관리등에 주거래은행관계가 어떤 영향을 미치고 있는가도 검증해 볼 것이다.

II. 이론적 배경

1. 주거래은행의 기능과 안정성

중심적 정보생산 및 감시기관으로서의 주거래은행의 역할은 대출 이자율, 대출금액, 영업이익 등의 변동위험을 분담하며 재무곤경비용을 감소시키고 내부자금제약을 완화시켜 투자를 확대하고 자본비용을 저하시키는 등 다양하다고 알려져 있다. 協田(1983)

1) Lichtenberg-Pushner(1992), Cable(1985)등의 실증연구가 이를 증명한다. 그러나 최근 Harvard 대학의 Weintin-Yafeh(1994)는 일본의 주거래은행제도가 오히려 거래기업의 경영성과를 낮추고 있다는 연구결과를 발표해 주목을 끌고 있다.

의 경우 일본 은행들의 대출금리가 시장금리보다 변동이 적다는 것을 보임으로써 일본에서 은행과 기업간의 위험분담(risk sharing)을 위한 암묵적 계약관계가 존재한다고 주장하였으며 Nakatani(1984)도 일본재벌그룹(keiretzu) 소속기업들의 차입금리의 분산이 독립기업의 차입금리 분산보다 작다는 것을 보여 줌으로써 재벌그룹소속 기업과 은행간의 암묵적 보험계약관계가 성립할 가능성이 크다고 주장했다. 廣田(1990)은 堀内·福田(1987)의 방법을 원용하여 주거래은행이 있는 기업과 없는 기업간의 금융비용과 영업이익사이의 회귀분석을 시도해 본 결과, 주거래은행이 있는 기업의 경우 양변수간에 (+)의 상관관계가 존재함을 발견해 주거래은행의 위험분담기능을 지지했다.²⁾ 주거래은행의 자본비용저하기능은 Myers-Majluf(1984)의 「페킹오더」가설에 기반을 둔것으로서, 주거래은행의 정보생산 및 감시기능이 원활해지면 외부자금조달에 따른 대리문제가 완화되어 투자의 내부자금 제약을 덜 받게되어 투자가 확대된다는 것이다. Hoshi-Kashyap-Scharfstein(1991)에 의해 일본재벌기업에서 확인된 이 기능은 국내에서도 공명재·진태홍(1992), 신동령(1992), 김규형(1993)등에 의해 시도되었으나 주된 초점이 주거래은행의 역할이 아니라 투자의 내부자금계약 여부에 두어졌다.

한편, 이러한 이론적 의미의 주거래은행역할을 충실히 수행하는 은행을 실증적으로 확인하기란 그리 쉽지 않다. 주거래 은행제도가 가장 잘 이루어지고 있는 일본의 경우에도 주거래은행의 명확한 개념설정이 이루어지지 않아 실증에 애로를 겪고 있는 실정이며 설혹 개념설정이 이루어졌다 하더라도 그 의미의 안정성은 확보되고 있지 못하다. 三輪(1985)은 동경증권거래소 1부 상장업체중 일정기간 (1973.3~83.3)동안 주거래은행이 한번도 변경되지 않은 기업의 비율을 안정성의 척도로 삼고 실증분석한 결과 통상적인 견해와는 달리 주거래은행의 안정성이 높지 않은 것으로 나타났으며 堀内·福田(1987)의 조사결과에서도 주거래은행관계가 그리 고정적이지 않아 어느정도 유동성을 갖고 있음을 보여주고 있다.

송정환(1993)은 우리나라 주거래은행의 안정성을 검토해 본 결과 1985년과 1992년 사이 주거래은행이 한 번 이상 변한 기업이 43.3%에 달했으며, 주거래은행이 없거나 한 기업이 여러 은행과 동일한 비중의 거래관계를 맺고 있어 실체 규명이 곤란한 경우도 많았으며, 주거래은행과 최대대출은행(주채권은행)과의 일치성도 부족해 전반적으로 우리나라 기업의 주거래은행관계는 안정적이지 못하다고 결론지었다.

2) 堀内·福田(1987)은 1965~84년까지 일본의 64개 화학공업체를 대상으로 주거래은행의 위험분담 기능을 검증한 결과 50%이상의 기업에서 영업이익과 금융비용간에 체계적 관계가 나타나지 않는 것으로 밝혀졌다.

2. 재무곤경비용의 감소

1) 재무곤경비용의 측정

재무곤경이란 개념은 구체적이고 명확히 정의내리기 어렵다. 일반적으로 기업의 보유현금흐름으로 현재 지불해야 할 채무를 감당하지 못하는 상황을 의미한다. 부도(default), 지급불능(insolvency), 파산(bankruptcy)등의 개념과 혼동하여 사용되고 있는 재무곤경비용은 직접비용과 간접비용으로 나눌 수 있는데, 직접비용은 재무곤경과정(workout, 파산신청, 청산등)에서 발생하는 변호사, 공인회계사, 투자은행, workout 전문가들에 지급되는 수수료와 진행절차에 따른 제반 행정적 경비를 의미하며 간접비용은 기업이 정상적 영업활동을 수행하지 못하게 됨에 따라 제품수요감소, 생산원가증대, 시간소비등 명시적 혹은 암묵적으로 입게 되는 기회비용을 의미한다.

재무곤경비용중 파산의 직접비용측정에 관한 연구는 자본구조이론논쟁과 더불어 많이 이루어졌으나³⁾ 다른 형태의 곤경비용에 대한 측정은 거의 이루어지지 않았다.

간접비용의 측정은 재무곤경으로 인해 상실하게 되는 손실의 기회비용개념이므로 더욱 측정하기 어렵다. Altman(1984)은 파산신청을 한 11개의 소매업과 5개의 제조기업을 대상으로 이익의 변동상황을 조사하여 이 이익의 기대치 않은 하향변동을 파산의 간접비용을 간주하였다. 그러나 이러한 측정방법은 재무곤경이 이익의 감소를 가져왔는지 이익의 감소가 재무곤경을 가져왔는지 불명확하므로 타당치 않다고 비판받고 있다. Cutler-Summers(1988)는 Texaco - Pennzoil社의 소송사건과 관련하여 파산비용을 측정하였다. 일반적으로 생각할 때 손해배상이란 두기업간의 단순한 부의 이전이므로 배상이 이루어지기 전과 후의 두 기업의 결합가치는 변하지 않으리라고 예상할 수 있다. 그러나 판결이 이루어지고 난 후 두 기업의 결합가치는 전보다 떨어졌다. 이는 단순한 100억불이라는 배상금액의 이전 외에도 Texaco 부채증가로 인한 재무곤경의 증가가 Texaco의 자금조달이나 영업효율성을 떨어뜨려 기업가치의 하락을 가져왔다고 해석할 수 있다. 그들은 결합가치의 감소분에서 법적 소송비용을 공제한 부분을 간접파산비용으로 파악하였는데 이것도 개략적인 추론에 불과 할 뿐 직접적이고 체계적인 측정방법은 되지 못한다고 볼 수 있다.

3) 직접파산비용의 측정에 관한 연구는 Warner(1977), Ang-Chua-McConnel(1982), Altman(1984), Weiss(1990)등에 의해 이루어졌으며 대체로 총자산가치의 3~7.5%에 이르는 것으로 밝혀졌다.

2) 재무곤경비용감소와 주거래은행관계

재무곤경비용은 산업이나 기업특유의 요인에 의해 달라질 수 있지만 재무곤경시 기업의 채권자들간의 협상이 얼마나 순조롭게 진행되느냐에 따라서도 달라질 수 있다. Bullock-Shoven(1978)이나 Gertner-Scharfstein(1990)이 지적한 바와 같이 이질적 채권자들이 많이 존재할 경우 이들간의 무임승차와 정보불균형문제 때문에 협상은 어려워지고 재무곤경비용은 증가한다. 만약 재무곤경기업이 좋은 투자기회를 갖고 있다 하더라도 개별 채권자들은 무임승차문제 때문에 추가적 자금제공이나 부채감면, 신용연장 등을 해 주려 하지 않는다.

특히 회사채처럼 소유권이 광범위하게 분산되어 있을 때는 새로운 자금지원은 더욱 어려워진다. 사채권자들은 기업의 내용에 대해 정보열등상태에 있으므로 기업의 투자안에 대해 쉽게 자금제공을 하지 않으려 하고, 수많은 사채권자들의 의견을 수렴하여 채무조정을 행한다는 것도 거의 불가능에 가깝다. 따라서 이러한 정보불균형과 무임승차 문제는 파소투자와 비효율적청산을 가져오게 되고 결국 재무곤경비용을 상승시키는 것이다.

Hoshi-Kashyap-Scharfstein(1991)은 일본의 주거래은행관계가 정보불균형과 유인문제를 해소하여 기업의 유동성제약을 완화시키고 투자를 촉진시킨다고 주장하였다. 대그룹소속기업들은 주거래은행과의 관계가 긴밀해 더 많은 부채를 사용할 수 있고 외부자금조달에 따른 정보문제가 완화되어 투자의 내부자금제약을 덜 받게 되어 동일한 투자기회하에서는 독립기업들보다 투자를 더 확대시킬 수 있다. 대그룹소속기업의 경우 일반적으로 채권자의 수가 적고 주거래은행이 상당한 부채지분을 갖고 있으므로 채권자들간의 갈등이 적고 협상이 용이하다. 재무청구권이 소수의 채권자에 집중되어 있을수록 협상은 용이해 지고 재무곤경비용은 줄어든 것이다. 그런 의미에서 최대대출은행으로서의 주거래은행관계도 역시 재무곤경비용을 감소시킬 것이다.

Hoshi-Kashyap-Scharfstein(1990)은 주거래은행관계의 주요특징이라 할 수 있는 최대대출(TOPLEND), 상호주식보유(SHARE), 대그룹소속기업과의 연계성(GROUP)등을 독립변수로 하고 투자나 매출액의 증가분을 종속변수로 하여 재무곤경기업에 대해 회귀분석을 실시하여 독립변수와 종속변수간의 관계를 확인하였다. 검증결과 대그룹소속 여부(dummy 변수)와 최대 대출비율을 나타내는 변수의 계수가 모두(+)로 나타나 대그룹소속기업이고 최대대출은행으로부터의 대출비중이 큰 기업일수록 투자수준이

늘어나고 재무곤경비용이 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 은행주식보유를 나타내는 변수의 계수는 (-)로 나타나 은행이 거래기업의 주식을 많이 보유하고 있다고 해서 투자가 늘어나고 재무곤경비용이 감소하는 것은 아닌 것으로 밝혀졌다. 그들은 주거래은행관계의 특징을 나타내는 변수들간의 상호작용항(interaction terms)을 만들어 새로운 독립변수로 추가하여 검증하였으며 재무곤경전의 누적투자율, 이자보상비율, 부채비율 등에 대해서도 검증을 실시하였다. 이러한 작업은 매출액 증가율을 종속변수로 하여 동일하게 진행되었으며 실증결과도 거의 유사하게 나타났다.

송정환(1993)은 우리나라 주거래은행의 거래기업에 대한 위험분담기능을 검증하기 위해 廣田(1990)의 모형을 이용하여 검증하였다. 그러나 기업과 은행간의 상호보험기능을 확인할 수 없었으며, 재무곤경시에도 평상시보다 위험분담기능이 더 강화되고 있다는 아무런 증거도 발견하지 못하였다.

3. 사적교섭과 파산신청

1) 재무곤경의 해결방법

재무곤경이 심화되면 채무청구권의 재조정을 통해 기업생존의 길을 모색하게 된다. 이때 채권자들이 자발적으로 모여 상호협상에 의해 사적채무조정(private debt restructuring)을 행하는 경우가 있고 이것이 불가능한 경우 법원의 조정에 의해 채무조정을 행한다. 미국의 경우 전자는 사적교섭 또는 workout, 후자는 파산법 제11조 (Bankruptcy code, Chapter 11)에 의해 이루어지며 이 두 방법에 의해서도 해결이 안될 경우 파산법 제7조에 의한 청산(liquidation)의 길을 걷는다.

일반적으로 재무곤경기업은 파산신청보다는 우선적으로 사적교섭에 의한 채무조정을 시도하는 경향이 있다. 그러나 사적교섭에 의한 채무조정 비용이 파산신청에 의한 비용보다 반드시 적다는 법도 없고, 채권자들간의 정보불균형과 무임승차문제 때문에 채무조정도 쉽지 않다. 파산신청은 절차상 사적교섭보다 복잡하고 법적요구사항도 많지만 이질적 채권자들간의 갈등을 법원의 공권력으로 통제·조정해 줄 수 있는 이점도 있다. 미국의 경우 변호사수임료의 증가등 파산신청이 갖는 비용상의 불리점은 Ch.11상에 명시된 automatic stay나 debtor-in-possession financing규정에 의해 완화되어 질 수 있다.⁴⁾ 그러나 Ch.11은 우선청구권(absolute priority rule)의 위배나 대리문제를 방지할 규정도 갖고 있지 못하다는 점에서 비판 받고 있다.

2) 해결방법의 선택요인

재무곤경기업이 사적교섭(workout)과 파산신청(chapter 11)사이에서 어떤 방법을 선택하며 그 선택의 동기가 무엇인지를 규명하기 위하여 Gilson-John-Lang(1990)은 1978~1987년 사이 심각한 재무곤경을 경험한 169개 기업을 대상으로 실증하였다. 실증결과에 의하면 표본기업중 거의 반반정도로 사적교섭과 파산신청을 선택하고 있었으며 재무곤경이 사적교섭을 통해 해결되기 쉬운 경우는 ① 기업자산의 많은 부분이 무형(intangible)일 경우 ② 부채의 많은 부분이 은행에 의해 소유될 경우 ③ 부채계약의 종류(debt distinct class)가 적을 때 인 것으로 밝혀졌다. 이와같은 기업의 자산구조나 재무구조의 특성은 재무곤경의 해결방향을 결정짓는 중요한 요인으로 작용한다.

직관적으로 생각해 볼 때 유사한 부채계약을 맺은 계층의 수가 적을수록 교섭의 대상이 적어지므로 사적교섭이 성공할 확률이 높아지며, 또 은행차입/총차입의 비율이 높을수록 혹은 주거래은행관계처럼 한 은행으로 부터의 차입집중도가 높을수록 감독기능이 강화되어 충분한 정보에 입각한 사전적 채무조정이 이루어질 가능성이 크다고 볼 수 있다. 자산구조 측면에서는 무형자산과 기업특유의 rent(성장기회, 인적자원, 독점력, 영업시너지 등)를 창출해 낼 수 있는 자산이 많으면 많을수록 파산으로 인한 자산처분시 잃게 되는 기업가치의 상실분이 커진다. 따라서 무형 혹은 기업특유의 자산이 차지하는 비중이 크면 클수록 파산신청보다 사적교섭을 선택할 가능성이 커진다. Gilson등은 파산하의 자산매각에 따른 계속기업가치의 손실분을 Tobin's q로 측정하였다.

Gilson등은 Tobin' q (=시장가치/대체원가), 은행부채비율(=은행대출/총부채), 부채계약 수 등을 독립변수로 두고, 사적교섭과 파산신청을 각각 1,0으로 하는 종속변수로 두어 LOGIT분석을 실시하였다. 독립변수 각각을 종속변수에 대해 LOGIT회귀분석한 결과는 모두 유의한 것으로 나타났고 세 독립변수를 한꺼번에 LOGIT 다중회귀분석한 결과는 부채계약 수를 제외하고는 두 변수 모두 유의한 것으로 나타났다.

사적 채무조정 of 난점은 특정 채권자가 보다 나은 조건을 굳이 고집하는 holdout

4) automatic stay규정은 파산시 경영자에게 최초의 채무조정계획안을 제출할 배타적 권한을 부여하여 채권자들이 서로 먼저 달려가 담보물을 회수하려는 혼란을 방지시킨다. 또 debtor-in-possession financing규정은 파산신청후 기업이 새로운 자금조달을 필요로 할 경우 새로운 대출자에게 특별우선권을 부여하여 현 부채보다 우선적으로 상환가능케 함으로써 (+)의 NPV를 갖는 투자안이라도 포기하게 되는 파소투자현상을 방지할 수 있다.

problem에 존재한다. 이 문제의 심각성은 채무조정계획을 결정하는 투표방법, 참여채권자의 수, 채무의 유형(은행대출, 회사채, 거래신용 등)에 따라 달라진다. 사적채무조정은 일반적으로 모든 채권자들의 동의를 필요로 하므로 개별 채권자의 거부권(veto)이 커지며, 부채계약서 상 상호 부도규정(cross-default provision)이 존재할 경우 채무조정계획에 참여하는 채권자수가 증가하여 사적협상이 더 어려워진다.⁵⁾ 그러나 Ch.11하에서는 채권자들을 일정한 계층으로 묶고 계층별로 협상을 시도하며, 채무조정계획안이 받아들여지지 않을 경우 동의하지 않는 채권자에게 다수결의 원칙을 내세워 그 계획의 수용을 강요(cram-down)할 수 있다.

기업의 재무청구권의 이질성이 클수록 사적교섭이 힘들어 짐은 물론, 부채의 형태에 의해서도 사적교섭의 성공가능성이 달라진다. 미국 공개 기업의 사채 (publicly traded bond)의 경우 Trust Indenture Act에 의해 사채계약서상의 핵심요건(원금, 이자, 만기)은 모든 채권자들이 동의하지 않는 한 못 고치게 되어 있으므로 공개기업사채의 채무조정은 항상 교환제의 (exchange offer)의 형태를 띠 수밖에 없고 따라서 holdout문제는 심각해진다. 사채권자들은 구 사채를 제공하는 대신 더 적은 현금지불만을 제공하는 신증권(주식포함)을 받는다. 이 제의에의 참여여부는 자발적이므로 그들의 참여여부가 교환 제의의 성공여부에 아무런 영향을 미치지 못한다는 것을 알고 있는 한 채권자들은 자발적으로 참여할 아무런 동기도 갖지 않는다. 이 동기는 사채가 더 분산되어 있으면 있을수록 커진다.

III. 실증 분석

1. 재무곤경비용과 주거래은행관계

1) 표본과 변수의 선정

일반적으로 재무곤경비용이란 파산비용(bankruptcy cost)을 포함하는 보다 광의의 개념으로 사용된다. 파산비용이 기업의 파산신청이라는 구체적 법률절차를 밟는 과정에서 발생하는 직·간접비용만에 국한하여 사용된다면 재무곤경비용이란 파산이전

5) 채권자 수가 적을수록 오히려 채권자 개개인이 자신의 권한이 크다는 것을 인식하고 더 많은 대가를 요구해 사적교섭이 성공할 확률이 낮아진다고 보는 견해도 있다.

의 재무곤경상태와 관련된 모든 비용을 포함하는 개념이다. 따라서 파산비용의 측정 은 파산이란 구체적 사건이 발생한 전·후시점의 기업성과를 비교함으로써 어느정도 간접적 추정이 가능하나⁶⁾ 재무곤경비용은 재무곤경에 대한 명확한 정의가 없으면 객 관적 추정이 더욱 어려운 실정이다.

본 논문에서는 재무곤경상태를 당해 연도의 영업이익이 금융비용(지급이자 및 할인 료와 사채이자를 포함)을 커버하지 못하는 즉, 이자보상비율(coverage ratio)이 1보다 적은 상태로 정의하고 한국신용평가주식회사에서 발간하는 「한국기업총람」을 이용하여 1988년부터 1995년까지 재무곤경상태에 빠진 기업을 조사하였다. 1987년 말 현재 상장되어 있는 총 389개 기업 중 아래 조건을 충족하는 279개 기업을 대상으로 이자 보상비율을 조사하였다.

- (1) 1988년 전에 이미 상장되어 1995년까지 상장·폐지되거나 청산되지 않고 실체를 유지하고 있는 기업
- (2) 표본기간동안 자산재평가를 실시하거나 업종변경, 매수·합병, 자산매각 등 자산구조조정이 발생하지 않은 기업
- (3) 표본기간 이전부터 이미 은행관리나 회사정리절차가 개시되어 관리대상종목에 소속되어 있지 않은 기업

조사 결과 211개에 달하는 대다수의 기업들이 적어도 1번 이상 이자보상비율이 1보다 적은 수치를 나타내고 있어 우리 나라 상장기업이 만성적인 재무곤경상태에 빠져있다는 것을 확인할 수 있었다.

총 279개 기업 중 8년간 단 한번도 재무곤경상태에 빠지지 않은 기업이 68개, 1번 재무곤경상태에 빠진 기업이 32개, 2번의 경우가 36개, 3번의 경우가 34회, 4번의 경우가 24회, 5번의 경우가 21개, 6번의 경우가 11개, 7번의 경우가 18개, 8번 모두 재무곤경상태에 빠진 기업의 수는 35개에 달했다.

Hoshi-Kashyap-Scharfstein (1990)은 재무곤경상태에 빠지기 전 적어도 1년간은 재무상태가 건전하며, 재무곤경상태에 빠지고 난 후 그 상태가 2년 이상 계속된 기업을

6) Altman(1984)은 파산전 3년동안의 간접파산비용을 측정하기 위하여 파산전 4~13년전의 자료를 이용하여 산업평균매출액과 해당기업매출액과의 추세를 구하고 이 추세가 계속된다는 전제하에 평균이익 「마진」을 곱해 파산전 3년동안의 이익을 산출해 내어 이를 실제 이익과 비교하여 그 차이인 기대치않은 이익의 손실분을 간접파산비용으로 보았다.

표본대상으로 선정하였다. 즉, 최초로 재무곤경에 빠진 연도를 $t-1$, 그 다음 해를 t 년으로 두고 $t+1 \sim t+3$ 년 간의 누적투자율을 종속변수로 두고 회귀분석을 실시하였다. 그러나, 그들은 t 년 이후의 재무곤경상태 지속여부에 대해서는 신경을 쓰지 않았다. 즉 일본기업의 경우 최소한 2년 이상 재무곤경상태가 지속되면 주거래은행의 지원이 이루어져 t 년 이후의 재무곤경 여부는 연구결과에 영향을 미치지 않는다고 가정하고 있는 것 같다. 그러나 우리나라의 경우 많은 기업들이 만성적 재무곤경상태에 있으므로 2년 이상 곤경상태지속 후 건전상태로 회복되는 기업이 그리 많지 않았으며 곤경 시작 2년 후부터 주거래은행이 곤경해결을 위해 즉각 개입한다는 보장도 없다. 따라서, 본 논문에서는 재무곤경이 상당기간 지속되는 기업들을 표본으로 선정하여 표본기간 동안의 누적 투자증가율과 매출액증가율 및 이익증가율을 종속변수로 두는 것이 보다 타당할 것으로 보인다. 총 279개 조사대상 기업 중 1988~95년의 8년 중 7년과 8년 재무곤경상태에 빠진 52개 기업을 최종표본기업으로 선정하였다.

Hoshi등(1990)과 달리 누적이익증가율을 또 다른 종속변수로 추가한 이유는 간접재무곤경비용의 기본개념이 예상매출액이나 이익의 감소분에 기반을 두고 있기도 하거니와, Hoshi등이 주거래은행의 내부자금제약 완화기능에 초점을 두고 종속변수로 채택한 누적투자 증가율은 우리나라 실정에 맞지 않을 것으로 사료되므로⁷⁾ 누적이익증가율을 추가로 분석하고자 한다.

회귀모형에 이용된 독립변수는 최대대출비율(TOPLEND), 상호주식보유(SHARE), 대그룹소속여부(GROUP)와 이들간의 상호작용변수(interaction variable), 이자보상비율(COVERAGE), 부채비율(D/E)등이며 산업평균누적투자율(ACINV)은 통제변수, 재무곤경기업의 누적투자증가율(CINV)과 누적매출액증가율(CSALE) 및 누적이익증가율(CPRO)은 종속변수이다. 관련자료는 각 년도의 「한국기업총람」, 「상장회사총람」과 「상장회사 사업보고서」(부속명세서포함)등을 통해 일일이 구하였다. 다음은 실증에 사용된 각 변수들의 정의이다.

(1) 최대대출비율 ... 주거래은행의 개념을 실증적으로 정의내리기가 힘들므로 여기서는 최대대출은행(주채권은행)을 주거래은행으로 간주한다. 따라서 최대대출비율은 기업의 장·단기 차입금 중 최대차입을 한 은행으로부터의 차입금비율을 의미한다.⁸⁾

7) 우리나라의 경우 부채수준이 높은 (재무곤경상태가 심각한) 기업일수록 오히려 투자를 늘리는 경향(too big to fail)이 있으므로 누적투자율의 증가를 재무곤경비용의 감소로 보는 것은 다소 문제가 있다. 이는 누적매출액의 경우도 마찬가지이다.

단, 거의 대부분의 기업이 상당부분을 산업은행에 의존하고 있으므로 산업은행은 제외하였으며 은행이외의 증권, 보험, 종합금융회사 등도 주거래은행의 기능을 대신한다고 볼 수 없으므로 제외하였다.

(2) 상호주식보유 ... 최대대출은행의 거래기업 주식보유비율을 구하여야 주거래은행관계를 확인할 수 있으나 해당자료 수집의 어려움 때문에 모든 금융기관의 주식보유비율로 대신한다.

(3) 대그룹소속여부 ... 대그룹계열에 소속된 기업이면 1, 소속되지 않은 독립기업이면 0으로 두는 dummy변수이다. 소속여부는 1995년 기준 30대 그룹 소속 여부로 구분하였으며 필요에 따라서는 5대, 10대, 30대 그룹으로 나누어 분석하기도 한다.

(4) 이자보상비율과 부채비율 ... 1988~95년간의 산술평균비율을 사용한다.

(5) 누적투자증가율 ... (기말유형고정자산액 - 기초유형고정자산액 + 감가상각)/기초유형고정자산액으로 산출하였으며 여기서 유형고정자산은 토지 등을 제외한 상각대상자산(depreciatory asset)만을 포함시켰다. 누적투자증가율은 1988~95년까지의 투자율을 누적한 것이며, 산업평균투자율은 해당기업의 소분류항목에 속하는 산업의 평균치를 사용하였다.

(6) 누적매출액증가율과 누적이익증가율 ... 누적매출증가율은 1988~95년까지 각년도의 매출증가율을 누적한 것이며 누적이익증가율은 1990~1995년까지의 각 연도 이익증가율을 누적한 것이다. 산업평균증가율은 해당기업이 소속된 산업(소분류항목)의 평균 증가율을 연도별로 누적한 것을 사용하였다.

2) 실증결과

회귀모형에 사용된 각종변수의 기초통계량은 아래<표 3-1>과 같다. 표에서 보는 바와 같이 재무곤경기업의 누적투자율은 1.1155로서 산업평균누적투자율 0.9943을 오히려 능가하는 특이한 현상을 보여주고 있다. 그러나 누적매출액증가율과 누적이익증가율은 산업평균치가 재무곤경기업의 평균치를 능가해 예상과 일치하고 있다. 주거래은행관계를 대표하는 최대대출은행의 대출구성비율은 평균 32.9%를 나타내고 있어 비교적 대용치로서의 역할이 기대되나, 주식소유비율은 5.8%에 그쳐 그 역할을 기대하기 어렵다고 할 수 있다. 한편 주거래은행과 최대대출은행의 일치여부를 조사해 본

8) 종속변수와와의 관련성을 생각하면 최대대출비율도 1988~95년간의 평균비율이 되어야 타당하나 자료 수집의 어려움 때문에 1995년말 현재의 비율로 대체할 수밖에 없었다.

결과 표본기업 52개중 25개 기업만이 일치하고 있어 주거래은행의 안정성이 확보될 수 없었다. 재무곤경기업의 평균 이자보상비율은 0.5 수준으로 1에 크게 미달하고 부채비율도 상장기업 평균비율인 2.5수준을 상회하고 있어 표본기업들의 재무곤경정도가 심각하다고 할 수 있다.

<표 3-1> 변수들의 기초통계량

	평균	표준편차	최소값	최대값
CINV	1.1155	1.1540	-0.4950	4.7890
ACINV	0.9943	0.2998	-0.2140	1.4350
CSALE	0.8109	0.5317	-0.4670	1.9640
ACSALE	0.8808	0.3333	0.1550	1.4610
CPRO	-1.4907	10.2320	6.4071	-32.2693
ACPRO	0.4086	1.6228	5.5550	-2.6600
GROUP	0.4600	0.5034	0	1.0000
TOPLEND	0.3292	0.2024	0.0420	0.8768
SHARE	0.0583	0.0766	0.0001	0.3250
COVERAGE	0.5127	0.5054	-0.4410	0.9550
D/E	8.6722	19.9618	-1.5830	135.3000

독립변수들간의 상관관계를 확인하기 위해 Pearson의 상관계수를 산출해 본 결과가 아래 <표 3-2>와 같다. 표에서 보는 바와 같이 독립변수들간의 상관관계는 극히 미약한 것으로 나타났으며 재무곤경정도를 나타낸다고 볼 수 있는 이자보상비율과 부채비율과의 상관관계도 극히 적어 회귀분석 상 우려되는 다중공선성 문제는 크지 않으리라 판단된다.

<표 3-2> 독립변수들간의 상관계수

	TOPLEND	SHARE	COVERAGE	D/E
TOPLEND	1.000	0.2936	0.2409	0.0286
SHARE		1.0000	0.1059	-0.0079
COVERAGE			1.0000	0.0006
D/E				1.0000

재무곤경기업의 누적투자율을 종속변수로 하는 회귀분석의 결과인 <표 3-3>에 의하면 GROUP변수를 제외하고는 거의 모든 변수가 누적투자율과 그다지 상관관계가

없는 것으로 나타났다. GROUP의 계수는 유의한 (+)의 값을 가지므로 대그룹소속기업의 경우 재무곤경 중이라도 투자가 증가한다고 볼 수 있다. 그러나 TOPLEND와 SHARE의 계수는 유의하지도 않거나와 거의 0에 가까운 값을 나타내고 있어 주거래은행의 최대대출이나 주식보유로부터 기대되는 재무곤경비용 감소효과는 거의 없는 것으로 볼 수 있다. ACINV의 계수는 예상과 달리 부호가 (-)로 나타나 산업평균 누적투자율의 증가가 오히려 재무곤경기업의 누적투자율을 떨어뜨리는 것으로 나타났다. 곤경기업의 누적투자증가율은 산업평균 누적투자율의 증가분 보다는 낮더라도 동일방향으로의 증감이 기대되었었다. 이자보상비율의 계수도 (-)로 나타나 예상과 반대였다. 다른 조건이 동일하다면 이자보상비율이 상대적으로 높은 기업이 재무곤경을 덜 느끼고 따라서 더 많은 투자를 할 것으로 기대되었다. 그러나 계수는 유의하지는 않지만 큰 (-)값을 나타내고 있어 그 반대경향을 암시하고 있다.

<표 3-3> 재무곤경기업의 누적투자율에 대한 회귀분석결과

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
상수	1.125 (1.903)	1.054 (1.483)	1.298 (1.728)	1.362* (2.172)
산업평균누적 투자율	-0.328 (-0.684)	-0.337 (-0.667)	-0.422 (-0.801)	-0.403 (-0.815)
GROUP (dummy)	1.061** (3.700)	1.153* (2.333)	1.195* (2.383)	1.157** (3.863)
TOPLEND	-0.006 (-0.902)	-0.002 (-0.149)	-0.003 (-0.236)	-0.007 (-0.994)
SHARE	0.003 (0.179)	0.005 (0.097)	0.009 (0.185)	0.004 (0.217)
GROUP * TOPLEND		-0.008 (-0.649)	-0.006 (-0.490)	
GROUP * SHARE		0.026 (0.664)	0.025 (0.641)	
TOPLEND * SHARE		-0.0004 (-0.341)	-0.0005 (-0.422)	
이자보상비율			-0.243 (-0.797)	-0.247 (-0.848)
부채비율(D/E)			-0.007 (-0.832)	-0.007 (-0.894)
adjusted R ²	0.1876	0.1451	0.1296	0.1773

() 안은 t - 통계량 임
 * P < 0.05에서 유의함
 **P < 0.01에서 유의함

GROUP * TOPLEND나 GROUP * SHARE는 최대대출비율과 주식소유비율이 대그룹소속기업의 경우보다 독립기업의 경우가 더 중요한 영향을 미치는지 여부를 밝히는 변수이다. 이 계수들이 (-)가 되어야 하는 이유는 첫째, 대그룹소속여부는 주거래은행과의 연계성에 기반을 두고 있으므로 GROUP변수는 이미 차입집중도(최대대출비율)와 주식소유비율의 효과를 어느 정도 반영했다고 볼 수 있으며 둘째, 대그룹소속기업들은 은행과 밀접한 관계를 갖고 있는 독립기업이 이용불가능한 다른 재무곤경비용 감소방법(고객이나 부품공급자들과의 긴밀한 관계)을 갖고 있기 때문이라고 볼 수 있

<표 3-4> 재무곤경기업의 누적매출액에 대한 회귀분석결과

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
상수	0.768** (3.171)	0.762* (2.0421)	0.973** (2.988)	0.956** (3.758)
산업평균누적 매출액증가율	-0.123 (-0.550)	-0.109 (-0.454)	-0.195 (-0.780)	-0.199 (-0.863)
GROUP	0.421** (3.022)	0.325 (1.379)	0.372 (1.610)	0.504** (3.540)
TOPLEND	0.0007 (0.198)	0.001 (0.209)	0.0002 (0.047)	0.0004 (0.103)
SHARE	-0.012 (-1.271)	-0.008 (-0.333)	-0.007 (-0.261)	-0.012 (-1.317)
GROUP * TOPLEND		0.002 (0.291)	0.004 (0.590)	
GROUP * SHARE		0.008 (0.431)	0.006 (0.332)	
TOPLEND * SHARE		-0.0002 (-0.377)	-0.0002 (-0.440)	
이자보상비율			-0.205 (-1.417)	-0.191 (-1.378)
부채비율(D/E)			-0.006 (-1.538)	-0.006 (-1.529)
adjusted R ²	0.1334	0.0827	0.1292	0.1718

() 안은 t - 통계량임

* p < 0.05에서 유의함

** p < 0.01에서 유의함

다. 그러나, 우리나라의 경우 대그룹소속기업이건 독립기업이건 간을 떠나서 **TOPLEND**와 **SHARE**가 재무곤경비용감소에 거의 영향을 미치지 못하고 두 변수간의 상관관계도 거의 무시할 정도이므로 상호작용항의 분석이 무의미해지고 실증결과도 거의 0에 가까운 수치를 나타내고 있다. **TOPLEND * SHARE**변수가 갖는 의미는 최대대출비율과 주식소유비율 중 한 가지만 충족되면 재무곤경비용의 감소가 이루어지는지(대체성), 아니면 둘 다가 충족되어야 비로소 목표달성이 가능한지(보완성)를 알아보기 위한 것이나 실증결과 계수는 거의 0에 가깝고 유의하지도 않은 것으로 나타났다.

이상의 결과는 누적매출증가율(**CSALE**)을 종속변수로 했을 때도 거의 동일한 것으로 나타났다. 그러나 <표 3-4>에서 보는 바와 같이 누적투자율을 종속변수로 했을 경우보다 **GROUP**변수의 유의성이 떨어져 (**Model 1, 4**의 경우만 유의) 차후 대그룹소속별 재무곤경비용감소정도를 측정하기 위한 척도로서는 누적투자율이 매출액 증가율보다 더 타당하리라 보여진다.

재무곤경기업의 누적투자율에 영향을 미치는 대그룹소속(**GROUP**)변수를 보다 상세히 분석하기 위해 대그룹소속기업과 독립기업간의 평균누적투자율에 유의한 차이가 존재하는지를 검증해 보았다 <표 3-5>에서 보는 바와 같이 30대 그룹소속 기업과 10대 그룹소속기업의 비소속 독립기업과의 평균누적투자율의 차이의 **p-value**가 각각

<표 3-5> 대그룹소속기업과 독립기업간의 평균누적투자율의 차이 검증 (T-test)

		표본수	평균	표준편차	T	Prob> T
I	30대그룹소속기업	25	1.6696	1.1479	-3.8095	0.0004
	독립기업	27	0.6096	0.8126		
II	10대그룹소속기업	9	2.0276	1.5069	-2.7622	0.0081
	독립기업	43	0.9199	0.9367		
III	5대그룹소속기업	4	1.6772	1.6301	-1.0942	0.2793
	독립기업	48	1.0467	1.0613		
IV	10대그룹소속기업	9	2.0276	1.5069	-1.2665	0.21492
	30대그룹소속기업	16	1.4469	0.9275		

0.0004, 0.0081로 나타나 $\alpha=0.01$ 의 유의수준 하에서 매우 유의한 것으로 나타났다. 그러나 5대그룹소속기업과 독립기업간의 평균누적투자율의 차이는 그리 유의하지 못한 것으로 나타났다. 그룹규모가 클수록 그룹 자체의 신뢰도나 내부자금의 이용 가능성 등으로 재무곤경비용이 감소하여 평균누적투자율이 증가할 것으로 예상되었으나 그렇지 못했다. 이는 5대그룹소속기업의 표본수가 워낙 적은 데서 기인할 수도 있다. 30대 그룹소속과 10대 그룹소속기업의 평균누적투자율은 10대 그룹소속기업의 경우가 더 큰 것으로 나타나 그룹규모가 클수록 재무곤경비용 감소효과가 더 두드러지게 나타나리라고 예상할 수 있다. 그러나 10대 그룹소속기업과 30대그룹소속기업(10대그룹에 속하는 기업은 제외)간의 평균누적투자율의 차이는 p-value가 0.2192로 나타나 그다지 유의하지 않은 것으로 나타났다.

마지막으로 재무곤경기업의 누적이익증가율을 종속변수로 두고 실시한 회귀분석의 결과는 <표 3-6>과 같다. 표에서 보는 바와 같이 이 분석의 결과는 앞의 <표 3-3>이나 <표 3-4>의 결과와 사뭇 다르다. <표 3-3>이나 <표 3-4>에서는 대그룹소속여부가 종속변수에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으나 여기서는 주식보유비율이 종속변수에 (-)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났을 뿐 대그룹소속여부는 아무런 영향도 미치지 못하는 것으로 나타났다. 또 산업평균 누적이익증가율의 계수 추정치가 비록 유의하지 않으나 1보다 작은 (+)값을 나타내고 있어 예상과 일치하고 있다. 대그룹소속기업들의 경우 그들의 주거래은행관계에 상관없이 재무곤경에 빠지게 되더라도 투자나 매출액의 증가는 이루어지고 있는 반면 이익의 증가는 이루어지지 않는 것으로 해석할 수 있다. 이는 우리나라 대그룹소속기업의 경우 투자의사결정이 기업의 재무상태에 의하기 보다는 그룹차원의 경영전략에 의존하는 바가 크기 때문이라 할 수 있으며 매출액수준도 투자수준에 비례한다고 볼 수 있으므로 마찬가지이다. 그러나 이익증가여부는 기업의 재무상태에 의존하는 바가 상대적으로 크므로 우리나라 실정에서는 재무곤경비용의 감소분을 누적투자증가율이나 누적매출액증가율 보다는 누적이익증가율로 보는 것이 보다 타당할 것으로 사료된다. 따라서 <표 3-6>의 결과인 주거래은행의 주식보유율이 큰 기업일수록 오히려 재무곤경비용이 줄어들지 않는다는 사실이 보다 신빙성있는 결론으로 제시될 수 있다. 이는 Hoshi 등(1990)의 실증 결과와도 일치한다.

<표 3-6> 재무곤경기업의 누적이익증가율에 대한 회귀분석결과

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
상수	-1.887 (-0.535)	0.781 (0.179)	-1.701 (-0.368)	-4.398 (-1.088)
산업평균누적 이익증가율	0.483 (0.482)	0.401 (0.399)	0.911 (0.807)	0.981 (0.866)
GROUP (dummy)	-0.406 (-0.137)	0.804 (0.151)	-0.053 (-0.010)	-0.758 (-0.245)
TOPLEND	0.076 (0.968)	0.011 (0.111)	0.031 (0.299)	0.103 (1.256)
SHARE	-0.357* (-1.740)	-1.183** (-2.077)	-1.274** (-2.219)	-0.322 (-1.535)
GROUP * TOPLEND		-0.03 (-0.237)	-0.028 (-0.223)	
GROUP * SHARE		-0.235 (-0.555)	-0.213 (-0.506)	
TOPLEND * SHARE		0.026 (1.666)	0.0294* (1.850)	
이자보상비율			4.431 (1.462)	3.549 (1.180)
부채비율(D/E)			-0.044 (-0.531)	-0.049 (-0.596)
adjusted R ²	0.0187	0.0156	0.0258	0.0128

() 안은 t - 통계량 임

* P < 0.05에서 유의함

** P < 0.01에서 유의함

3) 부도기업과 주거래은행관계

전술한 바와 같이 이자보상비율이 1보다 적은 상태를 재무곤경상태라 보고 이러한 곤경상태가 지속적(7~8회)으로 발생한 기업을 재무곤경기업이라고 정의하는 것은 개념정의상 다소 조작적이며 또 재무곤경상태가 발생하기 전, 후 시점의 비용을 비교하여 곤경비용감소 여부를 결정하는 데 있어서도 다소 문제점이 있다. 따라서 여기에서는 부도라는 확실하고 가시적인 재무곤경상태가 발생한 경우만을 재무곤경으로 정의하고 새로운 실증을 시도하기로 한다. 즉 거래은행과의 어음결제가 이루어지지 못

해 1차부도가 난 기업을 대상으로, 그 후 당좌거래가 재개되든지 아니면 최종부도가 나 결국 화의나 법정관리로 가든지간에 관계없이, 최초로 부도설이 나돌아 증권거래소의 수시공시사항으로 공시된 기업들은 모두 재무곤경상태에 빠진 것으로 간주하여 표본대상기업으로 선정한다. 1977년 10월부터 1998년 8월까지 부도가 공시된 기업 78개 중 주거래은행관계의 특징이라 할 수 있는 최대대출비율(TOPLEND)과 주식보유비율(SHARE)자료(1997년말 기준)를 구할 수 있는 기업 32개를 대상으로 LOGIT분석을 실시하였다.

<표3-7> I 은 32개 표본기업중 부도공시후 정상화되어 현재(1998년 11월말)까지 존립하고 있는 6개 기업에 대해서는 종속변수 값을 1로 두고, 1차 부도공시후 최종부도로까지 이어져 은행거래가 정지되고 파산이나 화의절차에 들어간 나머지 26개 기업에 대해서는 종속변수 값을 0으로 두고 LOGIT 분석을 한 결과이다. <표 3-7> II는 분류기준을 조금 달리하여 현재시점에서의 정상여부에 관계없이 1차부도공시후 한번이라도 은행거래재개나 채권행사유예결정이 있었던 기업들에 대해서는 주거래은행의 재무곤경비용 감소 노력이 있었던 것으로 간주해 모두 종속변수 값을 1로 두었다. 이 경우 종속변수 값이 1에 해당되는 기업은 12개였다.

<표 3-7>에서 보는 바와 같이 주식보유비율의 계수 추정치가 5% 또는 12%수준에서 (-)의 유의한 값을 나타내 주거래은행의 주식보유비율이 높은 기업일수록 기업이 정상화될 (재무곤경비용이 줄어들) 가능성이 적은 것으로 나타났다. 이는 앞의 <표 3-6>의 실증결과와 일치한다. 최대대출비율은 I의 경우에서만 11%수준에서 유의한 것으로 나타났으며, 모형의 적합도를 나타내는 우도비(likelihood ratio)는 각각 0.7858, 0.1447로 나타나 다소 과대 또는 과소적합되어 있는 것으로 해석할 수 있다.

<표 3-7> 부도공시기업의 주거래은행관계에 관한 LOGIT분석

		Estimate	Standard Error	Chi-Square	p-value
INTERCEPT	I	4.2690	1.4104	9.16	0.0025
	II	2.1953	0.9065	5.86	0.0155
TOPLEND	I	-4.6459	2.9315	2.51	0.1130
	II	-3.6210	2.8380	1.63	0.2020
SHARE	I	-0.1413	0.0718	3.88	0.0490
	II	-0.0825	0.0531	2.41	0.1202
LIKELIHOOD RATIO	I			24.59	0.7858
	II			40.47	0.1447

2. 채무조정방법과 주거래은행관계

우리나라의 경우 사적교섭과 파산신청⁹⁾(회사정리, 화의)중 사적 교섭방법인 workout은 1998년 6월 25일 시행된 기업구조조정 촉진을 위한 금융기관 협약에 근거하여 실시되고 있으며 이 이전에는 재무곤경기업들이 일부 대기업의 경우와 같이 1997년 4월부터 적용된 부도유예협약의 대상이 되지 않는다면 모두 법정관리를 겪을 수밖에 없었다. 채권금융기관(주거래은행)의 주도하에 이해관계자들 간의 협상을 통해 합리적 기업개선방안을 마련하고자 하는 자율협약의 일종인 workout은 현재 기업규모 별로 추진방법을 다소 달리하고 있다. 5대 계열기업은 자체 구조조정능력을 감안하여 자율추진을 원칙으로 하고 6 64대 계열 및 중견기업은 채권금융기관간 협조를 통하여 추진하며 중소기업에 대해서는 정책적 육성을 위해 개별금융기관 차원의 금융지원을 강화하는 방향으로 진행되고 있다. 한편, 회사정리법이나 화의법에 의거하여 진행되는 법정관리와 화의의 가장 큰 차이점은 경영권의 교체여부인데 최근 대기업들이 단순히 경영권 유지를 목적으로 법정관리를 회피하고 화의를 신청하는 사례가 급증하자 법원은 부채규모가 크고 채권자 수가 많은 대기업에 대해서는 화의개시신청을 기각하고 있다.¹⁰⁾

본 실증분석에서는 1997년말 재무자료를 기준으로 1998년 8월 11월 사이에 사적 workout과 법정관리 개시결정을 받은 상장기업들의 재무적 특성을 비교 분석함으로써 주거래은행관계의 척도인 최대대출비율이나 주식보유비율이 채무조정방법의 선택에 어떠한 영향을 미치는가를 알아보고자 한다.¹¹⁾ Gilson등(1990)의 연구결과에서와 같이 채무조정방법의 선택에는 교섭대상자간의 합의 가능성이나 해당기업의 성장가능성이 가장 중요한 변수이다. 우리나라의 경우 workout의 계획수립 및 실행여부는 주거래은행을 중심으로 하는 채권금융기관협의회에서 결정되는데 협의회에서 대상업체가 선정되면 workout컨설팅업체와 주거래은행은 기업실사를 하게 되고 실사결과 미래수익가치가 청산가치보다 클 경우 workout을 실시하게 된다. 따라서 우리나라에

9) 부실기업이 파산신청에 의해 채무를 동결하고 기업 갱생을 위한 제반 조치를 취할 수 있는 방법이 법정관리 제도이다. 법정관리제도는 협의의 법정관리제도라 일컬어지는 일컬어지는 회사정리제도와 경영권 유지를 목적으로 하는 화의제도의 둘로 나누어 진다.

10) 법원은 뉴코아 그룹 9개사에 대해 부채액수가 2조원을 넘는데다가 채권자 수가 많아 화의 조건에 맞지 않는다고 개시신청을 기각했다.

11) workout이 타결되지 못해 회사정리절차(재)신청에 들어간 기업중 법정관리개시결정이 나지 않은 기업은 표본에서 제외하였다.

서 workout에 성공한 기업들은 대체적으로 미래 성장가능성이 큰 기업으로 볼 수 있다. 교섭대상자간의 합의가능성은 은행부채비율이나 부채계약의 수 등의 변수로 나타낼 수 있으나 해당기업의 수익가치가 청산가치보다 클 경우 본질적 의미의 주거래은행관계에 충실한 주거래은행은 더욱 적극적으로 workout을 추진할 가능성이 커진다고 볼 수 있다.

Gilson-Larry-Lang(1990)은 은행부채비율, 부채계약의 수, Tobin's q 의 세 변수를 독립변수로 설정하였으나 여기서는 우리나라 현실을 감안하여 거래신용비율, 주식보유비율 등을 새로운 변수로 추가하였다. 부채계약의 수는 채무조정방법을 결정하는 중요한 변수이나 자료수집이 불가능해 제외시켰다. 물론 거래신용의 경우 사업보고서의 부속명세서상에 나와 있는 거래처 숫자로 파악하고, 장단기차입금의 경우 차입금융기관이나 금융형태별로 별도의 부채계약이 존재하는 것으로 간주하며, 사채도 발행건수별로 새로운 계약이 존재하는 것으로 보면 개략적이거나 거래신용의 수를 파악할 수 있을 것으로 보이나 자료의 누락이 많아 변수로 사용할 수 없었다. 미래 성장가능성을 나타내는 Tobin's q는 기업실사과정에서 workout의 성공요인으로 확인된 바 있으므로 본 연구에서는 주거래은행의 역할을 중심으로 한 교섭대상자간의 합의가능성에 초점을 맞추기 위해 생략하였다. 사용된 독립변수의 정의는 다음과 같다.

(1) 최대대출비율(TOPLEND) ~ 주거래은행의 역할을 분석하기 위한 변수로서 금융기관 총 차입금중에서 최대 차입은행으로부터의 차입비율을 의미한다.

(2) 은행부채비율(BLR) ~ 총부채중 장단기차입금이 차지하는 비율로서 은행, 보험회사, 종합금융회사등 각종 금융기관으로부터의 차입금을 모두 포함한다. 은행등 금융기관들은 비교적 세련되고 수도 적은 거래대상이므로 이 비율이 클수록 사적교섭이 보다 수월해질 것으로 예상된다.

(3) 거래신용비율(TCR) ~ 총부채중 매입채무와 미지급금등 거래신용액이 차지하는 비율로서 거래신용은 수많은 교섭대상을 포함하므로 이 비율이 커지면 사적교섭은 어려워질 것으로 예상된다.

(4) 주식보유비율 ~ 주식보유비율은 두가지로 나누어서 정의한다. 첫째는 보통주와 우선주를 포함한 총 발행주식중 최대 주주 및 그 특수관계인이 갖는 지분율(SHARE1)을 의미하며 둘째는 총 발행주식중 은행, 증권회사, 보험회사, 종합금융회사, 상호신용금고등 모든 금융기관이 갖는 지분율(SHARE2)을 의미한다. 최대주주의 지분율이 높을수록 경영권이 유지되는 사적교섭을 선호할 것으로 예상되며, 성장가능성이 확보되어 있다면 금융기관의 지분율도 높을수록 관련금융기관들이 사적교섭

에 합의해 줄 가능성이 크다고 볼 수 있다.

1998년 8월~11월 사이 workout에 의한 채무조정이 결정된 10개 기업과 법정관리 개시 결정이 난 14개 기업에 대해 각각 0, 1의 값을 종속변수로 부여하고 위의 5개 독립변수에 대해 LOGIT 회귀분석을 한 결과는 다음 <표 3-8>와 같다.

<표 3-8> 사적워크아웃과 법정관리 선택기업간의 로짓분석결과

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
INTERCEPT	0.7964 (0.3597)	0.4235 (0.8404)	-0.4051 (0.6757)	-0.7621 (0.6416)	1.0717 (0.1903)	6.7881** (0.0215)
TOPLEND	-7.4280 (0.1408)					-23.0425* (0.0564)
BLR		-1.9230 (0.6755)				
TCR			-0.2465 (0.9664)			
SHARE1				0.0091 (0.8390)		
SHARE2					-0.1462** (0.0420)	-0.2975*** (0.0079)

()안의 값은 P-value

* P < 0.1 ** P < 0.05 *** P < 0.01에서 유의함

분석결과 최대대출비율(TOPLEND)과 금융기관 주식소유비율(SHARE2)이 채무조정 방법에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 유의성 여부를 판정하는 p-value를 살펴보면 TOPLEND와 SHARE2의 경우 각각 0.05와 0.01수준에 머무르고 있어 비교적 유의성이 높은 것으로 나타났으며 나머지 변수들은 거의 유의성이 없는 것으로 나타났다. 특히 SHARE2는 모두 1% 또는 적어도 5%수준에서 유의한 것으로 나타나 TOPLEND 보다 더 의미있는 변수로 해석될 수 있다. 최대대출비율과 금융기관 주식소유비율이 유의하다는 것은 결국 주거래은행을 위시한 금융기관들의 역할이 중요하다는 의미이다. 두 비율의 부호도 기대하는 바와 같이 (-)로 나타나고 있어 비율이 높을수록 사적 워크아웃을 선호하는 것으로 나타났다. 계수의 크기를 보면 비록 덜 유의하기는 하나 TOPLEND의 계수가 SHARE2 보다 크게 나타나 한 은행으로부터의 차입의존도가 클수록 사적교섭이 더 용이한 것으로 나타났다. 기업경영자들이 자신의 경영권 유지를

위해 주식보유비율이 높을수록 법정관리를 회피할 것으로 예상되었으나 거의 무관한 것으로 나타났으며, 은행부채비율도 계수의 유의성이 확보되지 않아 채무조정방법의 선택에 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났고, 거래신용의 비중이 클수록 사적협상이 어려우리라는 예상도 맞아 들어가지 않았다.

IV. 결 론

주거래은행관계가 재무곤경기업의 곤경 비용을 감소시켜 줄 수 있는냐는 문제는 재무곤경비용의 감소를 어떻게 정의하느냐에 따라 다소 달라진다. 누적투자증가율이나 누적매출액증가율로 정의할 경우 최대대출비율이나 주식보유비율등 주거래은행관계를 나타내는 변수들은 재무곤경비용감소에 거의 기여하지 못했으며 오히려 대그룹 소속여부가 재무곤경비용감소에 유의한 영향을 미쳤다. 그러나 그룹규모의 차이에 대한 유의한 영향력은 발견되지 못했다. 누적이익증가율을 재무곤경비용 감소의 대용치로 사용할 경우 주식보유비율이 유의한 설명변수로 나타났다. 그러나 예상과 달리 주거래은행의 주식보유비율이 높을수록 재무곤경비용 감소 효과는 줄어드는 것으로 나타나, 우리나라 상장 기업의 경우 주거래은행의 주식 보유는 공동지분소유를 통한 책임경영이나 위험분담의 의미보다는 단순한 포트폴리오 투자에 지나지 않는 것이 아닌가 생각된다. 주식보유비율의 (-)효과는 부도공시라는 가시적인 재무곤경상태에 빠진 기업만을 대상으로 한 실증분석에서도 마찬가지로 나타난다. 주거래은행의 주식보유비율이 높은 기업일수록 부도후 정상화되거나 은행거래가 재개될 가능성이 오히려 적다는 것이다.

이상에서 살펴본 바와 같이 우리나라 상장기업에서 주거래은행관계가 거래기업의 재무곤경비용감소에 기여하는 바는 거의 없는 것으로 보여지며, 그 이유는 우리나라 주거래은행제도가 은행과 기업의 자발적선택에 의해 형성된 진실한 의미의 주거래은행제도가 아니라 정부의 여신관리규제수단의 일환으로 발전된 인위적제도라는 점에 기인한다고 볼수 있다.

한편 채무조정방법의 선택에서는 기업의 소유구조나 성장성보다는 최대대출비율이나 금융기관 주식소유비율인 주거래은행관련변수가 더 유의한 변수로 나타났다. 최대대출비율과 금융기관 주식소유비율이 높을수록 법정관리보다 사적교섭을 택하는 경향이 컸으며 특히 주식소유비율은 유의성이 높았고 최대대출비율은 비록 유의성은 떨어지지만 추정치가 커 채무조정방법의 선택에 미치는 영향력이 큰 것으로

나타났다. 그러나, 주식소유비율은 주거래은행의 소유비율이 아니라 금융기관 전체의 소유비율이므로 정확한 주거래은행관계를 대변한다고 보기 어려우며 특히 workout이 실시된지 얼마되지 않은 시점에서 실증이 이루어졌기 때문에 표본선정이나 자료축적의 면에서 많은 한계를 갖는다고 할 수 있다. 이외에도 본 연구는 다음과 같은 한계점을 갖는다. 첫째, 만성적인 재무곤경상태를 겪고 있는 우리나라 기업의 경우 어떤 기준으로 재무곤경과 곤경비용을 측정하느냐 하는 문제이다. 이 개념들의 정의에 따라 표본집단과 종속변수의 선택이 달라질 수 있다. 둘째, 주거래은행을 단순히 최대대출은행으로만 보기에 다소 문제가 있으며, 여신관리규제대상에 속하는 계열기업의 경우 명목상의 주거래은행과 실지 최대대출은행과 일치하지 않는 경우도 많다. 따라서 주거래은행의 정의와 안정성이 확보되어야만 최대대출비율이나 주식보유비율에 대한 정확한 자료수집이 가능하고 보다 신뢰성있는 분석이 이루어질 수 있을 것이다. 셋째, 채무조정방법의 주요형태 중 하나인 화의절차를 고려하지 않았다. 물론 화의절차는 현행판례상 상장 대기업에는 적용이 되지 않으므로 제외하였으나, 차후 비상장기업으로까지 표본을 확대하여 workout, 화의, 법정관리의 세가지 채무조정방법의 선택에 관한 조건부로지모형을 이용한 검증도 가능하리라고 본다.

참 고 문 헌

- 공명재·진태홍(1992), 「유동성과 기업투자」, 한국경제연구원
- 김규형(1993), 「자금조달이 자본구조와 투자행태에 미치는 영향」, 한국금융연구원
- 손상호(1993), 「금융자유화시대의 산업금융」, 산업연구원
- 송정환(1993), 「주거래은행의 경제적기능에 관한 연구」, 서울대학교 박사학위 논문
- 이우관(1993), 「금융시장의 감시기능과 은행-기업의 새로운 관계」, 한국경제연구원
- 신동령(1992), “정보불균형이 한국기업의 투자지출에 미치는 영향에 관한 연구”, 한국
금융학회 정기학술대회 발표논문
- 진태홍(1992), 「은행의 주식보유와 은행의 자금조달」, 한국경제연구원
- 協田(1983), “일본의 대출시장과 거래계약 - 대출금리의 경직성에 관한 一解釋” 일본
은행 금융연구소, 「금융연구」 3권1호, 44-76
- 堀内·福田(1987), “日本の main bank는 어떠한 役割을 했는가?”, 일본은행 금융연구
소, 「금융연구」 6권 3호, 1-28
- 廣田(1990), “일본에 있어서의 main bank의 고정성에 대하여,” 同志社大學, 「경제학논
총」, 41권 3호, 39-63.
- Altman, Edward(1984), A further empirical investigation of the bankruptcy cost question,
Journal of Finance 39, 1067-1089.
- Bullock, J. and J. Shoven(1978), “The Bankruptcy Decision”, *Bell Journal of Economics* 9,
437-456.
- Cutler, David and Lawrence Summers(1988), “The costs of conflict resolution and
financial distress: Evidence from the Texaco-Pennzoil litigation”, *Rand Journal of
Economics* 19, 157-172.
- Diamond, D. H.(1984), “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, *Review of
Economic Studies* 51, 393-414.
- Gilson, Stuart, John Kose, and Larry Lang(1990), “Troubled debt restructurings: An
empirical study of private reorganization of firms in default”, *Journal of Financial
Economics* 27, 315-353
- Gilson, Stuart(1989), “Management turnover and financial distress”, *Journal of Financial
Economics* 25, 241-262.
- Gilson, Stuart(1990), “Bankruptcy, boards, bands, and blockholders”, *Journal of Financial*

Economics 27.

- Gertler R. and D. S. Scharfstein(1991), "A Theory of workouts and the effects of reorganization law", *Journal of Finance* 46, 1189-1222
- Hoshi, R., Kashyap, A. and Scharfstein, D.(1991): "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups." *Quarterly Journal of Economics* 105, 33-60.
- Hoshi. R., Kashyap, A. and Scharfstein, D.(1990), "The Role of Bank in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan", *Journal of Financial Economics* 27, 67-88.
- Hoshi, R., Kashyap, A. and Scharfstein, D(1989), "Bank Monitoring and Investment : Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationship", in Hubbard(1990), 105-126.
- Hubbard, R. G. ed(1990), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, Chicago University Press.
- Hoshi, Takeo and Anil Kashyap(1990), Evidence on q and investment for Japanese firms, *Journal of the Japanese and International Economies*.
- Nakatani, I.(1984), "The Economic Role of Financial Corporate Grouping", in Aoki ed., *The Economic Analysis of Japanese Firm*, Elsevier Science Publishers.
- Myers, S. and N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Informations Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13, 187-222.
- Warner, J. B. (1977), "Bankruptcy costs : Some evidence", *Journal of Finance* 32, 337-347.
- Wruck, K.H.(1990), "Financial distress, reorganization, and organizational efficiency", *Journal of Financial Economics* 27, 419-444.